

**AS CARACTERÍSTICAS DOS PAÍSES-ALVO NOS PROCESSOS
DE FUSÃO E AQUISIÇÃO NA ZONA EURO**

por

Ana Sofia Santos Costa

Tese de Mestrado em Finanças e Fiscalidade

Orientada por:

Professor Doutor Samuel Cruz Alves Pereira

Professor Doutor Elísio Fernando Moreira Brandão

2017

NOTA BIOGRÁFICA

Ana Sofia Santos Costa, nascida em 26 de novembro de 1992, no Porto.

Licenciada em Economia pela Universidade do Minho em 2013. No mesmo ano iniciou o seu percurso profissional na Mota-Engil Serviços Partilhados onde, atualmente, desempenha funções na área da Prestação de Contas e Fiscalidade.

Em 2015 ingressou no Mestrado em Finanças e Fiscalidade na Faculdade de Economia da Universidade do Porto.

.

AGRADECIMENTOS

Ao Professor Doutor Samuel Pereira pela disponibilidade, pelas recomendações e pela partilha de conhecimentos ao longo de todo o processo de elaboração desta dissertação.

Ao Professor Doutor Elísio Brandão pelo incentivo e pelos conselhos dados ao longo do Mestrado em Finanças e Fiscalidade.

Por fim, um especial agradecimento àqueles que são o pilar da minha vida: ao Hugo, aos meus pais e à minha irmã. O vosso apoio ao longo do meu percurso académico foi essencial para conseguir alcançar esta etapa.

A todos, muito obrigado!

RESUMO

Na sequência de estudos anteriores, a presente dissertação estuda os fatores que têm influência nas fusões e aquisições transfronteiriças. O principal objetivo é o de identificar as características dos países onde se encontram sediadas as empresas que são alvo de aquisição por parte de outra empresa.

Para o efeito foi selecionada uma amostra constituída por todas as operações de fusão e aquisição completas que envolvem países da Zona Euro e que ocorreram entre 2007 e 2015, obtida na base de dados *Zephyr*.

Ao longo da investigação será possível identificar de que modo determinados fatores podem influenciar a escolha do alvo nos processos de fusão e aquisição transfronteiriços, nomeadamente diferenças ao nível da qualidade da informação contabilística, da valorização do mercado, das variações macroeconómicas, das taxas de imposto praticadas nos diferentes países, do custo e das qualificações da mão-de-obra e, ainda, diferenças ao nível dos gastos em Investigação e Desenvolvimento.

De um modo geral, os resultados obtidos indicam que os países onde estão sediadas as empresas que são alvo de aquisição são os que registam menor qualidade da informação contabilística, menor crescimento do Produto Interno Bruto, investem menos em Investigação e Desenvolvimento e atribuem remunerações mais baixas aos seus trabalhadores.

Palavras-Chave: Fusões e Aquisições; Regras Fiscais Internacionais; Despesas em Investigação e Desenvolvimento; Valorização do Mercado; Qualidade da Informação Contabilística

ABSTRACT

In the sequence of previous studies, this dissertation studies the factors which have an influence on cross-border mergers and acquisitions. The main objective is to identify the characteristics of the countries in which the companies that are being acquired are head-quartered.

For this effect, a sample consisting of all merger and acquisition transactions involving countries in the Euro-Zone and selected between 2007 and 2015 was selected and obtained from the database Zephyr.

Throughout the investigation, it will be possible to identify how certain factors can influence the choice of the target in cross-border mergers and acquisitions, namely the differences in quality of accounting information, valorization of the market, the macroeconomic variations, the tax rates in different countries, labor costs and qualifications, as well as the differences in the level of expenditure of Research and Development.

In general, the results obtained indicate that the countries in which the companies that are being acquired are head-quartered, are the ones with the lowest quality of accounting information, lower Gross Domestic Product, invest less in Research and Development and give lower wages to their workers.

Keywords: Mergers and Acquisitions; International Tax; Expenditure of Research and Development; Valorization of the Market; Market-to-Book Ratio

ÍNDICE

1. Introdução	1
2. Revisão de Literatura	3
3. Dados e Metodologia	6
3.1. Dados: Fusões e Aquisições	6
3.2. Variáveis	11
3.2.1. Variável dependente	11
3.2.2. Variáveis explicativas	11
4. Resultados	14
4.1 Análise <i>Cross-Sectional</i> dos Determinantes das F&A Transfronteiriças	15
4.2 Análise em Painel dos Determinantes das F&A Transfronteiriças	19
5. Conclusão	22
6. Bibliografia	25

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: Número total de F&A por par de países	7
Tabela 2: N° total e volume das transações de F&A por país	8
Tabela 3: Características das empresas alvo de aquisição	10
Tabela 4: Descrição das variáveis	13
Tabela 5: Análise <i>cross-sectional</i> dos determinantes das F&A transfronteiriças	17
Tabela 6: Análise em painel dos determinantes das F&A transfronteiriças	20

ÍNDICE DE FIGURAS

Gráfico 1: Número total de F&A por país	8
Gráfico 2: Volume de transação das F&A por ano	9

1. INTRODUÇÃO

Tendo presente o facto de se ter registado um aumento do número de fusões e aquisições (F&A) a nível mundial nos últimos tempos, é de especial importância estudar os fatores que conduziram a este incremento.

As fusões podem ser vistas como transações económicas que agrupam duas ou mais empresas com o objetivo de formar uma nova empresa, enquanto que as aquisições ocorrem quando uma empresa compra outra empresa. Tanto nas fusões como nas aquisições ocorre integração de operações, organização, estratégia e controlo do capital.

As razões que fundamentam a ocorrência destas transações podem estar relacionadas com uma estratégia de mercado – para aumentar a rentabilidade no longo-prazo –, com a melhoria da eficiência na afetação de recursos e com a obtenção de sinergias. Na maioria dos casos, estas operações permitem às empresas atingirem uma maior dimensão com maior rapidez. Estes negócios podem também ter como objetivo a redução do nível de competitividade num determinado mercado, a redução de impostos, entre outros.

As operações de F&A, como na maioria dos investimentos, apresentam vantagens e desvantagens tanto para a empresa adquirente como para a empresa que foi alvo de aquisição. Isto deve-se, sobretudo, a fatores relacionados com o mercado, a cultura da empresa e com os custos de aquisição.

As principais vantagens estão relacionadas com a aquisição de poder sobre os mercados, um aumento da eficiência e uma previsível redução global dos custos oferecendo vantagens competitivas. No entanto, a maior vantagem prende-se, sobretudo, com os benefícios fiscais que advém destes processos.

As desvantagens inerentes a estes processos podem ocorrer caso exista uma avaliação inadequada do alvo de aquisição, o que pode levar a que se pague um preço excessivo pela empresa-alvo e, conseqüentemente, que os custos ultrapassem os benefícios. Estas operações também conduzem à perda de trabalhadores experientes, uma vez que existe a possibilidade de ter empregados excedentes em alguns departamentos e, como há união de duas culturas organizacionais distintas, é muito provável que tenha que

ocorrer uma requalificação exaustiva dos trabalhadores, o que conduzirá a um aumento dos gastos relacionados com a transação.

Neste sentido, surgiram inúmeras investigações relacionadas com o tema e, por isso, a presente dissertação pretende dar continuidade à investigação já existente ao estudar as características dos países da Zona Euro que estiveram envolvidos em processos de F&A entre 2007 e 2015, tendo como base o artigo de Erel, Liao e Weisbach (2012), “Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions”.

Esta dissertação pretende, no entanto, diferenciar-se da literatura já existente uma vez que a análise irá centrar-se essencialmente nos países onde estão sediadas as empresas alvo de aquisição.

Até ao momento, grande parte das investigações centram-se no estudo das características dos países das empresas adquirentes, no entanto, o papel das empresas que são alvo de processos de F&A é tão ou mais importante do que o das empresas que a adquirem uma vez que o retorno obtido nesta operação vai depender muito do desempenho da empresa alvo de aquisição. Por sua vez, as características do país onde está sediada podem ser determinantes na escolha.

Deste modo, o presente estudo pretende responder à questão “Qual o efeito das características dos países das empresas-alvo no processo de F&A de empresas?”.

Esta análise pretende, então, um estudo aprofundado dos fatores que possam influenciar a escolha do alvo nos processos de F&A, nomeadamente diferenças ao nível das alterações macroeconómicas (PIB, retorno do mercado bolsista, ...), das taxas de imposto praticadas nos diferentes países, dos gastos em investigação e desenvolvimento (I&D) e, ainda, diferenças ao nível do custo e das qualificações da mão-de-obra.

A presente dissertação encontra-se organizada do seguinte modo: no segundo capítulo é efetuada a revisão da literatura existente relacionada com as F&A. No terceiro capítulo são apresentados os dados, a amostra e a metodologia. No quarto capítulo, os respetivos resultados. Por último, no capítulo cinco serão apresentadas as principais conclusões e as perspetivas para novas investigações.

2. REVISÃO DE LITERATURA

Tal como foi referido, nos últimos tempos registou-se um aumento do número de F&A a nível mundial e, por isso, muitos foram os autores que se interessaram pela temática. O presente capítulo tem como objetivo apresentar uma revisão da literatura relacionada com o tema.

Os autores Froot e Stein (1991) abordaram a temática das F&A ao analisarem a relação existente entre taxas de câmbio e investimento direto estrangeiro quando os mercados de capitais globalmente integrados estão sujeitos a imperfeições informativas. Os autores verificaram que estas assimetrias conduzem a uma diminuição da procura por investimento direto estrangeiro, uma vez que o custo do financiamento externo era maior. Os autores concluíram também que a existência de assimetrias de informação relativamente ao verdadeiro valor de uma empresa que é alvo de uma aquisição tende a ser maior quando esta é privada.

Segundo Andrade, Mitchell e Stafford (2001), a teoria económica deu-nos diversos motivos plausíveis que justificam a ocorrência de F&A, de onde é possível destacar as razões relacionadas com eficiência que, muitas vezes, envolvem economias de escala, as tentativas de criar poder de mercado e o aproveitamento de oportunidades de diversificação.

Tendo em consideração os motivos que levam à ocorrência de F&A, Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004) defendem que a valorização do mercado conduz a um maior número de operações, sobretudo de fusões. No entanto, as ondas de fusão podem ser racionalmente impulsionadas por períodos de sobre e subvalorização do mercado de ações. Estes demonstraram ainda que a valorização do mercado afeta não apenas a probabilidade de ocorrência da fusão mas também o meio de troca.

Relativamente à existência de ondas de fusão, Harford (2005) concluiu que estas podem ser impulsionadas por choques económicos, regulatórios e tecnológicos. No entanto, o autor explicita que a ocorrência destes fenómenos está sempre dependente da suficiente existência de liquidez de capital.

Por sua vez, Uysal, Kedia e Panchapagesan (2008) abordaram a questão da proximidade geográfica entre o adquirente e o alvo cujo objetivo do estudo era o de medir

o impacto deste fator na criação e distribuição de valor nas F&A. Estes concluíram que as F&A domésticas têm retornos maiores e quando o alvo é uma empresa pública o retorno é também mais elevado.

Os autores Rossi e Volpin (2004) defendem que as F&A transfronteiriças podem ser benéficas tanto para as empresas adquirentes como para as empresas alvo de aquisição. Estes autores estudaram os determinantes das F&A em todo o mundo, em especial as diferenças da legislação e regulamentação entre os países, e concluíram que o volume de operações de F&A é muito maior em países com melhores padrões de contabilidade e com uma proteção mais forte para os acionistas. Ainda neste estudo, os autores demonstraram que as empresas com melhor proteção para os acionistas têm mais probabilidade de adquirir empresas com proteção mais fraca, o que leva a que o alvo aumente o seu valor de mercado. Além disso, defendem que as F&A internacionais conduzem à convergência da qualidade da informação contabilística, uma vez que empresas adquirentes oriundas de países com melhores normas legais e contabilísticas tendem a adquirir empresas de países cuja qualidade da informação é inferior.

Ainda relacionado com os motivos que conduziram às F&A surge a investigação de Erel, Liao e Weisbach (2012) intitulada de “*Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions*” que refere que, com a crescente integração das economias do mundo, as fusões tendem a tornar-se cada vez mais importantes no futuro e, por isso, estes defendem que as F&A transfronteiriças ocorrem pelas mesmas razões que as F&A domésticas. Ou seja, duas empresas fundem-se sempre na expectativa de que esta combinação resulte num aumento de valor (ou utilidade) tendo por base uma análise dos gestores da empresa adquirente.

No entanto, tal como foi referido por outros autores, é necessário ter em consideração que as F&A transfronteiriças estão sujeitas a alguns entraves tal como custos de transação, assimetrias de informações e conflitos de agência que podem dificultar ou impedir a conclusão da operação.

Deste modo, os autores, Erel, Liao e Weisbach (2012), com base numa amostra constituída por 56 978 operações ocorridas entre 1990 e 2007, concluíram que as fronteiras nacionais acrescentam um elemento extra ao cálculo das fusões, porque estão associadas a um conjunto adicional de fricções que podem impedir as fusões.

Por exemplo, as diferenças culturais ou geográficas podem aumentar os custos de combinação de duas empresas e, deste modo, os autores concluíram que a probabilidade de uma empresa adquirir outra num país vizinho é mais elevada do que adquirir uma empresa num país distante.

Outra fricção causada pelas F&A transfronteiriças prende-se com o facto de a integração imperfeita dos mercados de capitais entre os países poder levar a uma fusão na qual um adquirente de maior valor compra o alvo por um valor relativamente barato após as mudanças nas taxas de câmbio ou nas avaliações do mercado de ações em moeda local.

Com isto, os autores verificaram que, efetivamente, países cuja moeda tenha valorizado são mais propensos a terem uma empresa adquirente, enquanto que os países cuja moeda não valorizou tendem a ser alvos.

Alguns autores defendem ainda a existência de um outro motivo para a ocorrência das F&A – razões tecnológicas. Segundo Bena e Li (2014), as sinergias obtidas pela combinação de capacidades de inovação são importantes impulsionadores de aquisições. Neste estudo, os autores concluem que as empresas com grandes carteiras de patentes e baixas despesas em I&D têm maior probabilidade de serem adquirentes, enquanto que as empresas com crescimento lento na produção de patentes tendem a ser adquiridas.

3. DADOS E METODOLOGIA

A amostra é constituída por operações de F&A, domésticas e transfronteiriças, que envolvem países da Zona Euro¹ entre 2007 e 2015 e cujo volume da transação é superior a 50.000,00 euros.

3.1. DADOS: FUSÕES E AQUISIÇÕES

Os dados relacionados com as F&A foram obtidos a partir da base de dados *Zephyr*. Esta base de dados contém informações relacionadas com *deals*, rumores de F&A, IPO, *Private Equity* e Capital de Risco.

Desta base de dados foi retirada toda a informação relacionada com o processo de F&A. Assim, obtivemos dados referentes ao nome das empresas envolvidas no negócio, o país, o ano, o volume da transação e, ainda, informações ao nível da percentagem de aquisição e forma jurídica.

A amostra final (constituída por F&A domésticas e transfronteiriças) é composta por 484 operações de F&A, sendo que 350 são domésticas e as restantes transfronteiriças. O volume das transações totaliza, aproximadamente, 173,5 milhões de euros, sendo que 45 milhões de euros resultam de F&A transfronteiriças².

Na tabela abaixo está representado o total das operações da F&A, onde é possível observar detalhadamente o número de F&A domésticas e, ainda, o número de transações que ocorreram entre os países da Zona Euro. Tal como foi referido anteriormente, as F&A domésticas ocorreram com uma frequência muito superior às F&A transfronteiriças.

¹ Alemanha, Áustria, Bélgica, Eslovênia, Espanha, Estónia, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Irlanda, Itália, Letónia, Luxemburgo, Portugal

² Ver anexo 1.

Tabela 1: Número total de F&A por par de países

Nesta tabela temos o número total de transações durante o período amostral (2007 – 2015). As linhas dizem respeito aos países adquirentes, enquanto que as colunas se referem aos países alvo de aquisição.

País Adquirente	País alvo de aquisição																Total
	AT	BE	DE	EE	ES	FI	FR	GR	IE	IT	LU	LV	NL	PT	SI		
	Áustria (AT)	9		2				1		1					2		
	Bélgica (BE)		24			1		4									
	Alemanha (DE)	4	3	51		3		5		1			7		2		
	Estónia (EE)				1							1					
	Espanha (ES)			4		61		4					2	1			
	Finlândia (FI)						17										
	França (FR)		4	4		4		99		1	7			5	2		
	Grécia (GR)								11					1			
Irlanda (IE)		1	1		1				2	1			2				
Itália (IT)			2		1		2	2		52	1						
Luxemburgo (LU)		1	2		3	1				4	1						
Holanda (NL)	1	6	5		5		3	1		6	1		13	2			
Portugal (PT)					1									4			
Eslovênia (SI)			1														
Total	14	39	72	1	80	18	118	14	3	72	3	1	30	9	10		

Através da análise da tabela 1 podemos verificar que países como França, Espanha, Itália e Alemanha apresentam um grande número de F&A domésticas.

Se analisarmos o número total de F&A estes também são os que apresentam um maior número de ocorrências.

De seguida, o gráfico 1 e a tabela 2 mostram como as empresas adquirentes e as empresas alvo de aquisição se distribuem pelos países da Zona Euro.

Gráfico 1: Número total de F&A por país

Neste gráfico temos o número total de transações por país durante o período amostral (2007 – 2015). Uma das colunas diz respeito ao número de empresas adquirentes do país em questão, enquanto que a outra coluna representa o número de empresas alvo de aquisição.

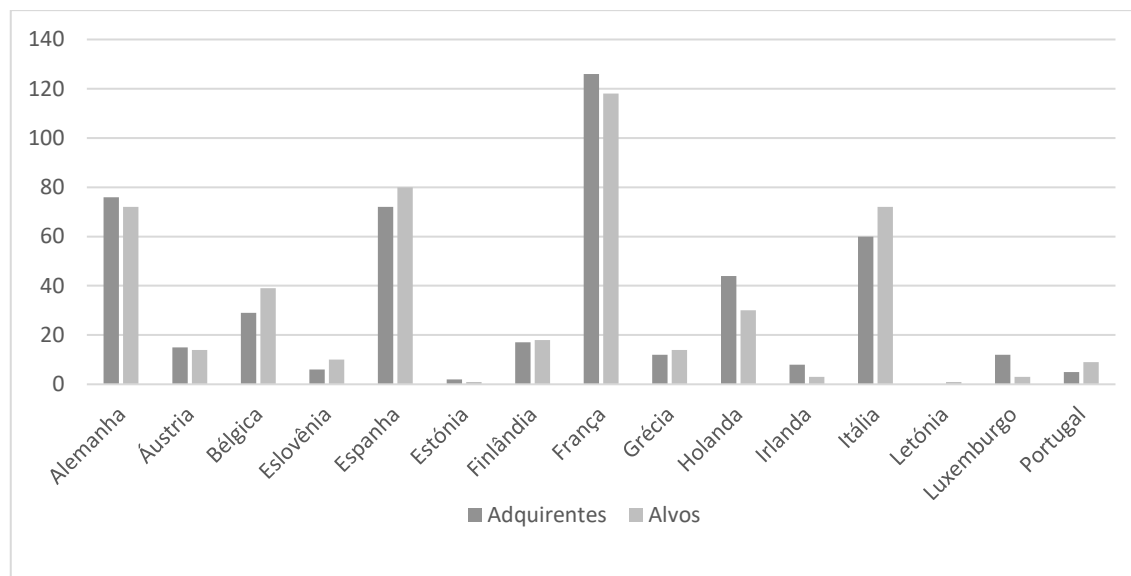


Tabela 2: N° total e volume das transações de F&A por país

A tabela representa a frequência de transações de F&A totais, bem como o valor da operação por cada um dos países que compõe a amostra.

País	N° de empresas adquirentes	N° de empresas alvo de aquisição	Volume adquirido (milhões de EUR)	Volume vendido (milhões de EUR)
Alemanha	76	72	28,0	25,1
Áustria	15	14	2,6	2,1
Bélgica	29	39	25,6	28,8
Eslovênia	6	10	0,7	1,4
Espanha	72	80	23,2	23,8
Estônia	2	1	0,2	0,1
Finlândia	17	18	6,3	6,5
França	126	118	48,1	33,3
Grécia	12	14	4,5	4,4
Holanda	44	30	11,0	19,2
Irlanda	8	3	1,6	0,6
Itália	60	72	18,4	24,9
Letônia	0	1	0,0	0,1
Luxemburgo	12	3	2,7	1,0
Portugal	5	9	0,5	2,2
Total	484	484	173,4	173,4

Os países com um maior número de empresas adquirentes são também aqueles que registam um maior número de empresas que são alvo de uma aquisição. Daqui, podemos destacar países como França, Alemanha, Espanha ou Itália.

No entanto, se analisarmos o valor transacionado podemos verificar que, para além dos países mencionados, também a Bélgica se destaca apesar de registar muito menos empresas adquirentes ou alvo de aquisição.

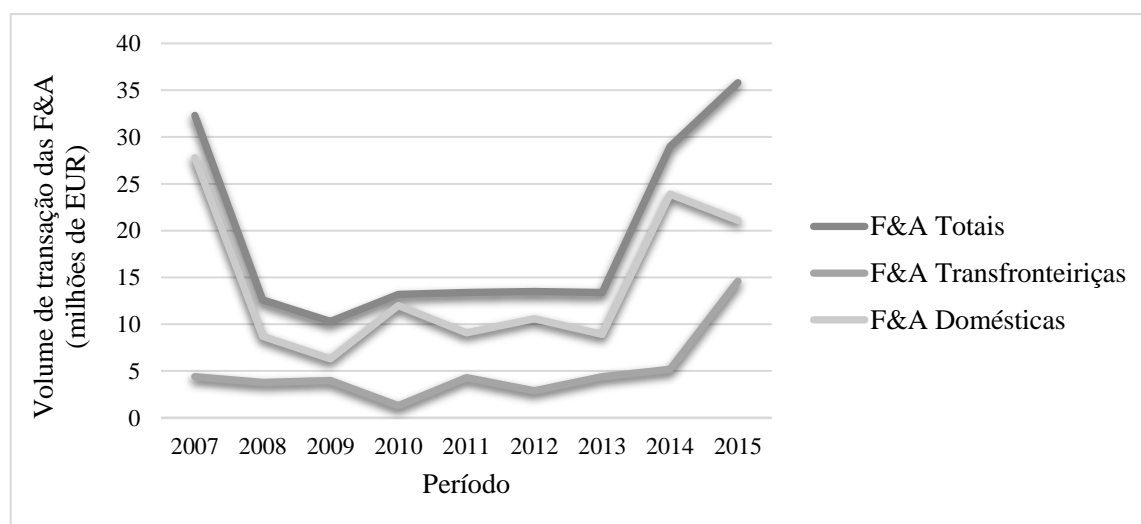
Em termos de volume de transações (gráfico 2) é possível verificar que as operações de F&A registaram uma queda de 2007 para 2008, que se prolongou até ao ano 2009.

A partir de 2010 a atividade de F&A foi crescendo gradualmente registando em 2015 um volume de transação igual a 35,8 milhões de euros.

Estes ciclos registam-se tanto ao nível das F&A domésticas como nas F&A transfronteiriças. No entanto, é de notar que em 2015 o volume de transação das F&A transfronteiriças aumentou significativamente, ao contrário do volume de transação das F&A domésticas que registou uma queda.

Gráfico 2: Volume de transação das F&A por ano

Neste gráfico temos presente a evolução do volume de transação das F&A (em milhões de EUR) dos países da Zona Euro durante o período amostral (2007 – 2015).



Por fim, faz sentido verificar de que forma as características das empresas alvo de aquisição, enquanto empresas públicas ou privadas, influenciam a ocorrência de F&A.

Tabela 3: Características das empresas alvo de aquisição

A tabela reporta a percentagem de aquisições cujo alvo se trata de uma empresa pública ou privada.

Ano	Nº de F&A Totais	Percentagem de aquisições	
		com alvos públicos	com alvos privados
2007	56	23,21	76,79
2008	48	22,92	77,08
2009	36	16,67	83,33
2010	46	19,57	80,43
2011	56	19,64	80,36
2012	50	26,00	74,00
2013	56	26,79	73,21
2014	65	27,69	72,31
2015	71	38,03	61,97
Total	484	25,41	74,59

Na tabela 3 podemos verificar que cerca de 75% das transações têm como objetivo a aquisição de empresas privadas enquanto que 25% das transações envolvem alvos públicos.

3.2. VARIÁVEIS

3.2.1. VARIÁVEL DEPENDENTE

O estudo será dividido em duas partes pelo que teremos duas variáveis dependentes. Estas variáveis seguem o estudo de Erel, Liao e Weisbach (2012).

Numa primeira fase, tendo presente o facto de se tratar de uma análise *cross-sectional*, a variável dependente traduzirá o número total de operações transfronteiriças, X_{ij} , onde i é o país-alvo de aquisição e j o país adquirente, normalizado pela soma de X_{ij} com as F&A domésticas do país alvo, i .

Numa segunda fase será realizada uma análise de dados em painel, pelo que a variável dependente indicará o número total de operações transfronteiriças no ano t , X_{ijt} , onde i é o país-alvo de aquisição e j o país adquirente, normalizado pela soma de X_{ijt} com as F&A domésticas do país alvo, i , no ano t .

O facto de incluirmos as F&A domésticas no denominador irá permitir um controlo dos fatores que influenciam tanto as operações domésticas com as operações transfronteiriças.

3.2.2. VARIÁVEIS EXPLICATIVAS

As variáveis explicativas permitem-nos, de certa forma, perceber se alguns fatores são, ou não, determinantes nos processos de F&A ocorridos. Estas foram seleccionadas com base na literatura existente, no entanto, pretendemos que se destaque da mesma incidindo a análise sobre as características dos países que são alvo de processos de F&A.

Assim, com base no artigo de Erel et al (2012), foi seleccionada a variável Produto Interno Bruto que foi obtida a partir da OCDE.

Com base no mesmo artigo retiramos do Eurostat as variáveis que representam o Crescimento Real do Produto Interno Bruto e a Taxa de Imposto sobre o Rendimento de cada país.

Retiramos, ainda, do *Eurostat* a Remuneração dos Empregados para todos os países da amostra, pois consideramos que este pode ser um dos fatores que possa contribuir para a seleção de um determinado país alvo de aquisição num processo de F&A.

Foi também introduzida a variável que reflete os Gastos em I&D, com base no artigo de Bena e Li (2014). Esta variável foi obtida através da base de dados *Pordata*.

Também da *Pordata* foi retirada a variável Anos de Escolaridade. Esta variável pode também ser um fator de atração para os países adquirentes durante os processos de F&A.

Do *Datastream* e tendo por base artigo de Erel et al (2012), foi retirada a informação para o Rácio *Market-to-Book* anual para cada país.

Por fim, também do *Datastream*, obtivemos o Retorno Anual do Mercado de Ações para cada país. No entanto, segundo o artigo de Erel et al (2012), era necessário calcular o Retorno Anual Real do Mercado de Ações. Para isso foi necessário obter o Índice de Preços no Consumidor, para que todos os retornos fossem convertidos ao nível de preços de 2007.

A definição das variáveis indicadas encontra-se descrita na seguinte tabela:

Tabela 4: Descrição das variáveis

A tabela descreve as variáveis utilizadas ao longo da investigação.

Variáveis	Descrição
F&A transfronteiriças por par de países (X_{ij})	Número total de operações de F&A transfronteiriças entre 2007 e 2015 (X_{ij}), em que i representa o país alvo de aquisição e j o país adquirente (sendo que $i \neq j$), normalizado pela soma das operações transfronteiriças entre o país i e j (X_{ij}) e o total de operações domésticas no país alvo de aquisição i (X_{ii}). <i>Fonte: Zephyr</i>
F&A transfronteiriças por par de países no ano t (X_{ijt})	Número total de operações de F&A transfronteiriças no ano t (X_{ijt}), em que i representa o país alvo de aquisição e j o país adquirente (sendo que $i \neq j$), normalizado pela soma das operações transfronteiriças entre o país i e j (X_{ijt}) e o total de operações domésticas no país alvo de aquisição i (X_{iit}). <i>Fonte: Zephyr</i>
(Log PIB em PPS) $j-i$	Diferença entre o país adquirente (j) e o país alvo de aquisição (i) relativamente ao logaritmo do PIB anual em Paridade de Poder de Compra Padrão (PPS). <i>Fonte: OECD</i>
(Crescimento PIB) $j-i$	Diferença entre o país adquirente (j) e o país alvo de aquisição (i) relativamente à taxa de crescimento anual do PIB. <i>Fonte: Eurostat</i>
(Imposto sobre rendimento) $j-i$	Variável <i>dummy</i> igual a 1, se a taxa de imposto sobre o rendimento praticada no país adquirente (j) é maior do que no país alvo de aquisição (i) ou igual a 0 caso contrário. <i>Fonte: Eurostat</i>
Log (Remuneração dos empregados) i	Logaritmo da remuneração que os empregados recebem pelo seu trabalho no país alvo de aquisição (i). Inclui o salário acordado e outras remunerações pagas pelo empregador. <i>Fonte: Eurostat</i>
Log (I_D) i	Logaritmo das despesas relativas à investigação e desenvolvimento (I&D) no país alvo de aquisição (i), independentemente da fonte de financiamento. <i>Fonte: Pordata</i>
Anos_Escolaridade i	Percentagem de população entre os 25 e os 64 anos com o ensino superior no país alvo de aquisição (i). <i>Fonte: Pordata</i>
(MTB) $j-i$	Diferença entre o país adquirente (j) e o país alvo de aquisição (i) relativamente ao rácio <i>market-to-book</i> . <i>Fonte: Datastream</i>
(Retorno mercado) $j-i$	Diferença entre o retorno do mercado de ações a 12 meses entre o país adquirente (j) e o país alvo de aquisição (i). De modo a obter o retorno anual do mercado das ações para cada país utilizamos o retorno anual ponderado pelo Índice de Preços do Consumidor (IPC) de 2007. <i>Fonte: Datastream</i>

4. RESULTADOS

Seguindo a linha de investigação de Erel et al (2012) e tendo como base os dados descritos anteriormente, serão utilizadas regressões, por via do modelo OLS, para estudar de que modo é que algumas características macroeconómicas podem influenciar as F&A transfronteiriças, ao longo do período amostral e para os países seleccionados.

O método OLS, apesar de ser muito utilizado na econometria, tem algumas limitações uma vez que é necessário assumir um conjunto de pressupostos relacionados com as variáveis. Tal como no estudo de Erel et al (2012), foi incluído um estimador para a heteroscedasticidade que funciona através de correções ao *t-statistics* para que os erros da estimação apresentem a mesma variância.

De acordo com a metodologia seguida por Erel et al (2012), iremos investigar o facto de o valor das empresas alvo de aquisição mudar devido a fatores específicos do país, ou seja, como é que determinadas características dos países podem conduzir a um maior número de ocorrências de F&A transfronteiriças.

Ao contrário de Erel et al (2012), a presente investigação não irá abordar a questão ao nível das empresas, uma vez que optamos por uma análise mais ampla, ao nível do país, e que permitirá testar hipóteses importantes tais como questões de tributação ou ainda alterações relacionadas com o retorno do mercado das ações.

Esta abordagem apresenta algumas vantagens relativamente à análise ao nível das empresas, uma vez que apenas é possível obter dados para empresas públicas o que condiciona, de certa forma, os resultados das estimações. Como a grande maioria das empresas da amostra são empresas privadas, uma análise ao nível da empresa levaria a uma perda de grande parte dos dados.

No entanto, existe uma limitação na investigação pelo facto de apenas ser feita uma análise ao nível dos países, ignorando assim informações importantes ao nível das empresas, apesar destas serem escassas.

Deste modo, numa primeira fase da investigação será efetuada uma análise *cross-sectional* dos determinantes das F&A transfronteiriças com o objetivo de medir o impacto das variáveis descritas no capítulo anterior nos processos de F&A.

Nesta análise será feita uma divisão da amostra, com o objetivo de investigar quatro subamostras de negócios, cuja seleção é feita a partir da combinação do *status* das empresas (público ou privado) envolvidas no processo de F&A.

Numa segunda fase será efetuada uma análise em painel das determinantes das F&A transfronteiriças. Para isso, seguindo o estudo de Erel et al (2012), com um quadro multivariado iremos medir o impacto do retorno do mercado de ações a 12 meses neste tipo de operações e, ainda, controlar outros fatores que podem ser relevantes para ocorrência de F&A.

Tal como na primeira fase, também será efetuada uma divisão da amostra com base no *status* das empresas envolvidas nas operações de F&A.

4.1 ANÁLISE *CROSS-SECTIONAL* DOS DETERMINANTES DAS F&A TRANSFRONTEIRIÇAS

De acordo com o exposto anteriormente, nesta fase o objetivo passa por medir o impacto de alguns fatores na possibilidade de ocorrência de operações em que uma empresa do país A adquire uma empresa do país B.

Neste sentido e tendo como base o estudo de Erel et al (2012), a variável dependente foi obtida através de uma fração em que no numerador temos o número de F&A transfronteiriças ocorridas num país alvo por empresas de um país adquirente (sendo que o país alvo é diferente do país adquirente). Por sua vez, o denominador é composto pela soma do número de F&A domésticas ocorridas no país alvo com o nº total de F&A transfronteiriças ocorridas num país alvo por empresas de um país adquirente. O facto de incluirmos no denominador o número de F&A domésticas ocorridas no país alvo de aquisição permite-nos controlar implicitamente fatores que influenciam tanto o volume de negócios domésticos como negócios transfronteiriços.

Assim, a variável dependente irá permitir medir a proporção de F&A transfronteiriças para um determinado par de países entre 2007 e 2015.

De seguida, iremos proceder à análise dos resultados das estimações efetuadas que irão permitir medir o impacto das características macroeconómicas dos países nas

operações de F&A transfronteiriças. É importante ter em consideração que como cada observação diz respeito a um par de países e visto que temos 14 países, o número total de potenciais observações é 182 (14×13). Contudo, para ser considerado na amostra cada par de países terá, pelo menos, uma transação durante o período considerado para o estudo, o que reduz o número total de observações para 53.

Relativamente às variáveis explicativas, para controlar as mudanças nas condições macroeconómicas durante o período em análise, incluímos o logaritmo da diferença do PIB entre os países em PPS e, ainda, a taxa de crescimento anual do PIB. Relativamente à possibilidade das diferenças ao nível fiscal motivarem a ocorrência de F&A transfronteiriças, foi incluída uma variável que capta as diferenças ao nível das taxas de imposto sobre o rendimento entre os países.

Uma vez que, possivelmente, um país com população bem qualificada e com bons rendimentos atraem operações de F&A, foram incluídas variáveis que captam exatamente estes efeitos e que pretendem medir o impacto destas características nas F&A transfronteiriças. Também os Gastos em Investigação e Desenvolvimento podem-se traduzir num aumento das operações de F&A.

Além disso, foram incluídas variáveis relacionadas com as diferenças entre os países ao nível do retorno de mercado das ações e ao nível do rácio *Market-to-book* que pretendem captar, respetivamente, diferenças ao nível da valorização dos mercados e ao nível da qualidade da informação contabilística prestada.

A tabela seguinte reflete os resultados obtidos pela estimação das equações:

Tabela 5: Análise *cross-sectional* dos determinantes das F&A transfronteiriças

A tabela apresenta os resultados das regressões em que a variável dependente é o número total de operações transfronteiriças ocorridas entre 2007 e 2015. As colunas (1) a (6) analisam toda a amostra das operações de F&A. Da coluna (7) à (14) são estudadas subamostras das operações de F&A constituídas por combinações de empresas alvo de aquisição e empresas adquirentes, de acordo com o *status* da empresa (privada ou pública). As definições das variáveis e respetiva fonte encontram-se discriminadas no capítulo 3. Entre parênteses estão as correções para a heteroscedasticidade do *t-statistic*.

Variáveis	Todos os alvos - Todos os adquirentes						Alvo privado - Adquirente privado		Alvo público - Adquirente privado		Alvo privado - Adquirente público		Alvo público - Adquirente público	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
(MTB _{j-i})	0,04006 (1,31299)						0,05525 (0,48582)		-0,16840 (-1,50399)		-0,07772 (-1,16219)		-0,24948 (-2,74599)	
(Retorno mercado) _{j-i}		0,00432 (1,11231)						-0,01456 (-1,40306)		0,00514 (0,35385)		-0,01405 (-1,79671)		-0,01456 (-1,24897)
(Imposto sobre rendimento) _{j-i}			0,08943 (1,84005)				-0,16799 (-1,06077)	-0,29525 (-2,76701)	-0,06353 (-0,37950)	0,01458 (0,07987)	0,01933 (0,18310)	-0,05840 (-0,52532)	-0,04623 (-0,45107)	0,03431 (0,30055)
Anos_Escolaridade _i				-0,00133 (-0,33893)			-0,01886 (-1,20234)	-0,03972 (-3,07014)	-0,00221 (-0,20173)	-0,01000 (-0,94953)	0,01876 (2,14730)	0,01977 (2,46520)	0,00461 (0,57784)	-0,00003 (-0,00365)
Log (Remuneração dos empregados) _i					-0,09564 (-8,23822)		0,02552 (0,08182)	0,24653 (1,26587)	0,29784 (1,32468)	0,14727 (0,49507)	-0,20285 (-1,27874)	-0,16718 (-1,10851)	0,01656 (0,07401)	-0,07820 (-0,31428)
Log (I_D) _i						-0,08835 (-8,78265)	-0,09831 (-0,29298)	-0,40603 (-1,78171)	-0,46015 (-1,99697)	-0,23995 (-0,78308)	0,01913 (0,13754)	-0,00203 (-0,01528)	-0,09398 (-0,46315)	-0,05524 (-0,24137)
(Log PIB em PPS) _{j-i}	-0,05502 (-0,30353)	0,03128 (0,18602)	0,02796 (0,16982)	0,03113 (0,18227)	-0,15340 (-1,36250)	-0,13755 (-1,27461)	-0,30360 (-0,26496)	0,96893 (1,42315)	0,39898 (0,70134)	-0,02569 (-0,04777)	-0,16823 (-0,46449)	-0,41122 (-1,52090)	-0,48807 (-1,09085)	-0,56697 (-1,12365)
(Crescimento PIB) _{j-i}	-0,03224 (-1,52692)	-0,03352 (-1,57441)	-0,02206 (-1,03133)	-0,03295 (-1,50547)	-0,00679 (-0,47740)	-0,01277 (-0,94198)	0,03741 (0,15370)	-0,23976 (-1,48792)	-0,02161 (-0,30479)	0,00537 (0,06920)	0,04218 (1,05746)	0,03553 (0,93292)	0,01290 (0,19532)	-0,04099 (-0,58457)
Nº de observações	53	53	53	53	53	53	12	12	18	18	23	23	28	28
R quadrado	0,10344	0,09476	0,13188	0,07407	0,61087	0,63946	0,87583	0,91187	0,57520	0,48555	0,82959	0,84715	0,51528	0,38082
R quadrado ajustado	0,04855	0,03933	0,07873	0,01738	0,58705	0,61738	0,65853	0,75765	0,27784	0,12544	0,75007	0,77581	0,34563	0,16411

Em primeiro lugar, e de acordo com os resultados obtidos por Erel, Liao e Weisbah (2011), o rácio *market-to-book* é positivo o que significa que quando a qualidade da informação contabilística é maior num país do que no outro, o número esperado de aquisições de empresas de países com menos qualidade de informação por parte de empresas dos países com maior qualidade de informação aumenta. Ou seja, os países que são alvo de aquisição são aqueles onde a qualidade da informação contabilística é menor.

Também o imposto sobre o rendimento se assume como um aspeto determinante neste tipo de acordos internacionais. Este tem um coeficiente positivo o que significa que um menor imposto sobre o rendimento nos países alvo de aquisição tem um impacto positivo na atração de investimento estrangeiro.

Por outro lado, as variáveis que captam a remuneração dos empregados e as despesas em I&D têm um coeficiente negativo, o que indica que países com maiores gastos nestas rubricas tendem a ser adquirentes.

Por fim, o coeficiente que traduz o crescimento do PIB é negativo o que sugere que as empresas sediadas em países com maior crescimento do PIB tendem a ser adquirentes, enquanto que as empresas com menor crescimento do PIB são mais propensas a serem alvos de aquisição.

Analisando os resultados obtidos para as subamostras, temos que, se o alvo e o adquirente são privados ou se o alvo é público e o adquirente privado, ou vice-versa, o coeficiente da variável que mede o retorno do mercado das ações a 12 meses é negativo. Isto é consistente com os resultados obtidos por Erel, Liao e Weisbah (2011).

Deste modo, através dos resultados obtidos, podemos concluir que os países alvo de aquisição são aqueles que apresentam menor qualidade da informação contabilística, menor crescimento do PIB e, ainda, investem menos em I&D e atribuem remunerações mais baixas aos seus trabalhadores.

4.2 ANÁLISE EM PAINEL DOS DETERMINANTES DAS F&A TRANSFRONTEIRIÇAS

Nesta segunda fase o objetivo passa por, utilizando um modelo multivariado, quantificar o impacto do retorno do mercado de ações a 12 meses nos processos de F&A e, ainda, controlar outros fatores que podem ser relevantes para ocorrência destas operações.

Deste modo, tendo como base o estudo de Erel et al (2012), a variável dependente foi obtida através de uma fração em que no numerador temos o número de F&A transfronteiriças ocorridas num país alvo por empresas de um país adquirente no ano t (sendo que o país alvo é diferente do país adquirente). Por sua vez, o denominador é composto pela soma do número de F&A domésticas ocorridas no país alvo em t com o nº total de F&A transfronteiriças ocorridas num país alvo por empresas de um país adquirente em t . O facto de incluirmos no denominador o número de F&A domésticas ocorridas no país alvo de aquisição permite-nos controlar implicitamente fatores que influenciam tanto o volume de negócios domésticos como de negócios transfronteiriços.

Relativamente à amostra, esta é composta pelos pares de países que tenham, pelo menos, uma transação durante o período considerado para o estudo, o que resulta num total de 117 observações.

No que diz respeito às variáveis explicativas, incluímos em todas as equações o logaritmo da diferença do PIB entre os países em PPS, a taxa de crescimento anual do PIB, as diferenças ao nível das taxas de imposto sobre o rendimento entre os países, o nível de qualificação e de rendimentos da população, os gastos em I&D e, por fim, as diferenças entre os países ao nível do retorno de mercado das ações e ao nível do rácio *Market-to-book*.

Para além de ser analisada na totalidade, a amostra será também dividida em subamostras de acordo com o *status* (pública/privada) da empresa.

A tabela seguinte reflete os resultados obtidos pela estimação das equações:

Tabela 6: Análise em painel dos determinantes das F&A transfronteiriças

A tabela apresenta os resultados das regressões de dados em painel em que a variável dependente é o número total de operações transfronteiriças para um determinado par de países num determinado ano. As colunas (1) e (2) analisam toda a amostra de F&A. Da coluna (3) à (10) são estudadas subamostras das operações de F&A constituídas por combinações de empresas alvo de aquisição e empresas adquirentes, de acordo com o *status* da empresa (privada ou pública). As definições das variáveis e respetiva fonte encontram-se discriminadas no capítulo 3. Entre parênteses estão as correções para a heteroscedasticidade do *t-statistic*.

Variáveis	Todos os alvos - Todos os adquirentes		Alvo privado - Adquirente privado		Alvo público - Adquirente privado		Alvo privado - Adquirente público		Alvo público - Adquirente público	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(MTB_{j-i}	-0,02921 (-2,48697)		-0,04492 (-1,09144)		0,03347 (0,82473)		0,00552 (0,11919)		-0,05351 (-2,14207)	
(Retorno mercado)_{j-i}		0,00026 (0,14871)		-0,00372 (-0,69770)		-0,00891 (-1,72447)		0,00674 (1,48534)		-0,00046 (-0,10130)
(Imposto sobre rendimento)_{j-i}	0,04602 (1,18488)	0,04924 (1,16395)	-0,07585 (-0,53545)	-0,13776 (-0,89583)	-0,10482 (-0,68542)	-0,30264 (-1,62091)	0,03868 (0,32916)	0,12104 (0,98089)	0,25572 (2,81674)	0,22725 (2,36132)
Anos_Escolaridade_i	-0,00507 (-1,74162)	-0,00657 (-2,24209)	-0,00798 (-1,03448)	-0,01130 (-1,35222)	-0,01733 (-2,05688)	-0,01399 (-1,77102)	0,03301 (2,72201)	0,03096 (2,66891)	0,00800 (1,12253)	0,00298 (0,41021)
Log (Remuneração dos empregados)_i	-0,17170 (-2,32296)	-0,18399 (-2,42538)	0,15480 (0,52414)	-0,01860 (-0,07164)	-0,23441 (-1,14864)	-0,26221 (-1,34850)	-0,10438 (-0,57111)	-0,08777 (-0,51168)	-0,17219 (-0,78440)	-0,25039 (-1,05995)
Log (I_D)_i	-0,00927 (-0,13653)	0,00292 (0,04182)	-0,43199 (-1,40186)	-0,29211 (-1,09531)	0,21961 (1,13586)	0,17262 (0,94698)	0,06106 (0,36676)	0,05303 (0,33767)	0,04167 (0,21422)	0,08303 (0,39628)
(Log PIB em PPS)_{j-i}	-0,26897 (-2,30613)	-0,35115 (-3,05299)	0,66452 (0,96372)	0,42907 (0,65919)	-0,10086 (-0,29932)	-0,23505 (-0,71105)	0,26019 (0,75368)	0,21299 (0,67471)	-0,25250 (-0,95885)	-0,35614 (-1,26923)
(Crescimento PIB)_{j-i}	0,00512 (1,24881)	0,00437 (1,01871)	-0,06791 (-1,17841)	-0,09110 (-1,28104)	0,00236 (0,18456)	0,00294 (0,24236)	-0,01057 (-1,14266)	-0,00256 (-0,25318)	-0,00162 (-0,14315)	-0,00850 (-0,73293)
Nº de observações	117	117	17	17	28	28	31	31	48	48
R quadrado	0,57861	0,55479	0,74639	0,72756	0,22907	0,30603	0,46425	0,51084	0,46835	0,40752
R quadrado ajustado	0,55155	0,52620	0,54914	0,51566	-0,04076	0,06314	0,30120	0,36197	0,37531	0,30383

Em primeiro lugar, e de acordo com os resultados obtidos por Erel, Liao e Weisbah (2011), o retorno das ações a 12 meses é positivo. Estes coeficientes positivos nas diferenças de valorização implicam que, quando as avaliações são mais altas num país do que noutra, o número esperado de aquisições de empresas feitas pelo primeiro país ao segundo aumenta. Podemos, ainda, verificar que o efeito é maior quando temos alvos privados, o que é consistente com a teoria defendida por Froot e Stein (1991).

O rácio *market-to-book* é negativo, e consistente com os resultados obtidos por Erel, Liao e Weisbah (2011), quando estamos perante F&A em que o alvo é uma empresa pública e o adquirente é uma empresa privada ou então quando temos empresas alvo de aquisição privadas e empresas adquirentes públicas.

Com base nas estimações efetuadas podemos verificar que quando analisamos a totalidade da amostra, os países que são alvo de aquisição apresentam-se com menor crescimento do PIB, menores gastos em I&D e com remunerações mais baixas aos seus trabalhadores.

Se analisarmos a transação em que um adquirente privado adquire uma empresa pública podemos verificar que o país onde o alvo de aquisição está sediado apresenta menor qualidade de informação contabilística, remunerações mais baixas e menor crescimento do PIB. No entanto, os resultados demonstram que nestes países também temos taxas de imposto sobre o rendimento mais baixas e com maior investimento em I&D, ao contrário do que acontece quando analisamos a totalidade da amostra.

5. CONCLUSÃO

O principal objetivo da presente dissertação diz respeito, tal como foi referido, ao estudo das características dos países da Zona Euro que estiveram envolvidos em processos de F&A transfronteiriços entre 2007 e 2015. Essencialmente, o que se pretende é estudar as características dos países onde se encontram sediadas as empresas que são alvo de aquisição por parte de outra empresa.

Tendo como base a metodologia do estudo de Erel et al (2012), aplicamos um modelo econométrico idêntico, contudo selecionamos uma amostra diferente.

Os autores utilizaram uma amostra com 56 978 processos de F&A ocorridos em todo o Mundo entre 1990 e 2007. No entanto, na presente investigação a amostra é constituída por 484 operações de F&A que ocorreram entre 2007 e 2015 e que envolveram apenas países da Zona Euro. Da análise da amostra podemos verificar que 75% das empresas alvo de aquisição são empresas públicas.

O estudo de Erel et al (2012) baseou-se em demonstrar que as diferenças ao nível da moeda, da cultura ou até mesmo da geografia são fatores cruciais para que ocorram estas transações. Contudo, no presente estudo não são analisados fatores relacionados com a cultura ou com a geografia uma vez que a proximidade geográfica entre os países da amostra faz com que as diferenças mencionadas não tenham um impacto significativo para a ocorrência de F&A.

O estudo analisou, então, diferenças ao nível da qualidade da informação contabilística, do retorno do mercado das ações, das taxas de imposto aplicadas sobre o rendimento e, ainda, diferenças relacionadas com a remuneração dos trabalhadores, anos de escolaridade da população e gastos em I&D. O estudo das características mencionadas incidiu sobretudo nos países alvo de aquisição, cuja análise não está tão presente na literatura existente.

Numa primeira fase procedeu-se a uma análise *cross-sectional* dos determinantes das F&A transfronteiriças, com o objetivo de medir o impacto das características macroeconómicas dos países nas operações de F&A transfronteiriças. Isto permitiu analisar de que modo determinadas características dos países alvo de aquisição influenciam a ocorrência de F&A transfronteiriças. As variáveis macroeconómicas

utilizadas foram o rácio *market-to-book*, o retorno do mercado das ações a 12 meses, a taxa de imposto sobre o rendimento, os anos de escolaridade da população, a remuneração dos empregados, as despesas em I&D e o PIB.

As conclusões desta análise estão de acordo com a literatura existente e evidenciam que os países possuem determinadas características que os tornam atrativos para a ocorrência de F&A.

Podemos destacar o facto do rácio *market-to-book* ter um efeito positivo sobre a probabilidade de ocorrência de F&A transfronteiriças, pois isso significa que quando a qualidade da informação contabilística é maior num país do que no outro, o número esperado de aquisições de empresas de países com menos qualidade de informação por parte de empresas dos países com maior qualidade de informação aumenta.

Em resumo podemos verificar que os países alvo de aquisição são aqueles que registam um menor crescimento do PIB, investem menos em I&D e atribuem remunerações mais baixas aos seus trabalhadores.

Numa segunda fase procedeu-se à análise em painel dos determinantes das F&A transfronteiriças com o objetivo de verificar em que medida o retorno do mercado de ações a 12 meses afeta a ocorrência de F&A transfronteiriças e, ainda, analisar outros fatores que podiam influenciar estes processos. As variáveis macroeconómicas utilizadas são as mesmas que recorremos na primeira fase.

Os resultados demonstraram-se de acordo com os esperados, verificando-se que o retorno das ações a 12 meses exerce um impacto positivo sobre a probabilidade de ocorrência de F&A transfronteiriças.

Este resultado permite concluir que quando as avaliações são mais altas num país do que noutro, o número esperado de aquisições de empresas feitas pelo primeiro país ao segundo aumenta.

Por sua vez, o rácio *market-to-book* tem um impacto negativo sobre a probabilidade de ocorrência de F&A transfronteiriças quando o alvo é uma empresa pública e o adquirente é uma empresa privada ou então quando temos empresas alvo de aquisição privadas e empresas adquirentes públicas.

De um modo geral, a presente investigação contribui para a literatura existente acerca dos motivos que conduzem à ocorrência de F&A transfronteiriças uma vez que para além de estar de acordo com os resultados obtidos por outros autores, o estudo permite uma reflexão acerca da importância das características macroeconómicas dos países aquando da escolha do alvo no processo de F&A.

No entanto, como em qualquer investigação, possui algumas limitações. Perante a crescente integração das economias a nível mundial, é expectável que os processos de F&A transfronteiriços sejam cada vez mais frequentes e envolvam um maior número de países. Por isso, como perspectivas para novas investigações, seria interessante incluir um maior número de países na amostra. Com um maior número de países seria possível analisar se as variáveis macroeconómicas têm mais influência na ocorrência de F&A do que a proximidade geográfica ou a diversidade cultural. Também seria interessante incluir uma análise relacionada com o impacto de alguns fatores ao nível das empresas envolvidas nos processos de F&A.

6. BIBLIOGRAFIA

Andrade, G., M. Mitchell e E. Stafford (2001), “New evidence and perspectives on mergers”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, Nº 2, pp. 103–120.

Bena, J. e K. Li (2014), “Corporate innovations and mergers and acquisitions”, *The Journal of Finance*, Vol. 69, Nº 5, pp. 1923-1960.

Bris, A., N. Brisley e C. Cabolis (2008), “Adopting better corporate governance: Evidence from cross-border mergers”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, pp. 224-240.

Caldas, Daniela (2016), “Determinantes das Fusões e Aquisições Transfronteiriças – Um estudo sobre 13 países da UE”, Faculdade de Economia do Porto.

Carvalho, Ana (2015), “As Dinâmicas das Fusões & Aquisições Domésticas e Internacionais: UE - 27 países”, Faculdade de Economia do Porto.

Custodio, C. (2014), “Mergers and acquisitions accounting and the diversification discount”, *The Journal of Finance*, Vol. 69, Nº 1, pp. 219-240.

Erel, I., R. C. Liao e M. S. Weisbach (2012), “Determinants of cross-border mergers and acquisitions”, *The Journal of Finance*, Vol. 67, Nº 3, pp. 1045-1082.

Fama e French (1998), “Value versus growth: The international evidence”, *Journal of Finance*, Vol.53, pp. 1975-1999.

Ferreira, M., M. Massa e P. Matos (2009), “Shareholders at the gate: Institutional investors and cross-border mergers and acquisitions”, *Review of Financial Studies*, Vol. 23, pp. 601-644.

Froot, K. A. e J. C. Stein (1991), “Exchange rates and foreign direct investment: an imperfect capital markets approach”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, Nº 4, pp. 1191-1217.

Harford, J. (2005), “What drives merger waves?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, Nº 3, pp. 529-560.

Lebedev, S., M. W. Peng, E. Xie e C. E. Stevens (2015), “Mergers and acquisitions in and out of emerging economies”, *Journal of World Business*, Vol. 50, pp. 651-662.

Monteiro, Bruno (2012), “Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions: An Econometric Study of Transactions in the Euro Zone between 2001 and 2010”, Faculdade de Economia do Porto.

Rhodes-Kropf, M., D. T. Robinson e S. Viswanathan (2005), “Valuation waves and merger activity: The empirical evidence”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, pp. 561-603.

Rhodes-Kropf, M. e S. Viswanathan (2004), “Market valuation and merger waves”, *The Journal of Finance*, Vol. 59, N° 6, pp. 2685-2718.

Rossi, S. e P. F. Volpin (2004), “Cross-country determinants of mergers and acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, pp. 277-304.

Shleifer, A. e R. Vishny (2003), “Stock market driven acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, pp. 295-311.

Uysal, V. B., S. Kedia e V. Panchapagesan (2008), “Geography and acquirer returns”, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 17, pp. 256-275.

ANEXOS

Anexo 1: Frequência e Volume das operações de F&A

A tabela apresenta a frequência com que ocorreram as operações de F&A e, ainda, os montantes transacionados nestas transação (em milhões de Euros) ao longo do período da amostra (2007 – 2015).

Ano	F&A Totais	F&A Domésticas	F&A Transfronteiriças	Valor das transações F&A Totais	Valor das transações F&A Domésticas	Valor das transações F&A Transfronteiriças
2007	56	38	18	32,30	27,80	4,40
2008	48	35	13	12,60	8,70	3,80
2009	36	25	11	10,30	6,30	4,00
2010	46	37	9	13,20	12,00	1,30
2011	56	44	12	13,40	9,10	4,30
2012	50	38	12	13,50	10,60	2,90
2013	56	41	15	13,40	8,90	4,40
2014	65	47	18	29,00	23,90	5,20
2015	71	45	26	35,80	21,10	14,60
Total	484	350	134	173,50	128,40	44,90